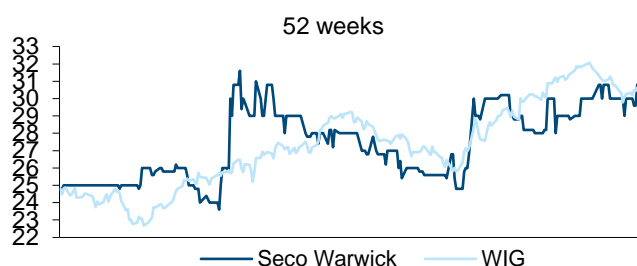


## COMPANY REPORT

# Seco Warwick

## Kupuj

(mn PLN)	2022	2023e	2024e	2025e
Przychody	623	678	741	786
EBITDA	57	55	60	63
EBIT	42	38	43	45
Zysk netto	31	26	31	33
EPS (PLN)	3.0	2.6	3.1	3.3
CEPS (PLN)	4.4	4.3	4.8	5.0
BVPS (PLN)	21.5	24.3	26.4	28.1
DPS (PLN)	0.2	1.0	1.0	1.6
EV/EBITDA (x)	5.9	6.3	6.1	5.7
P/E (x)	10.5	11.9	9.9	9.6
P/CE (x)	7.0	7.3	6.5	6.2
Dividend yield	0.8%	3.2%	3.4%	5.0%
Cena akcji (PLN)			31.20	Reuters
Liczba akcji (mn)			10.0	Bloomberg
Wartość rynkowa (PLN mn)			312	Dzien dy widendy
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)			351	<b>Cena docelowa</b>



Zmiana ceny akcji	12m	6m	3m	1m
w PLN	25.8%	11.4%	4.0%	4.0%
Cena akcji (PLN)				34.5%
Liczba akcji (mn)				SW Holding
Wartość rynkowa (PLN mn)				SecoWarwick
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)				<b>36.20</b> Strona internetowa <a href="https://www.secowarwick.com">https://www.secowarwick.com</a>

**Analyst:**

Jakub Szkopek  
+48 22 257 5753  
jakub.szkopek@erstegroup.com

### Rekordowy portfel zamówień = rekordowa sprzedaż w 2024 roku

Podwyższamy naszą cenę docelową z 33.3 PLN/akcja do 36.2 PLN/akcja oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Według naszych szacunków wysoki spływ nowych zamówień w Q4'23 (najwyższy w 2023 roku) przełoży się na rekordowy portfel zamówień na koniec 2023 roku (576mn PLN) i w efekcie perspektywę kolejnego rekordu sprzedaży w 2024 roku (741mn PLN; +9% r/r).

Mimo umocnienia PLN i presji po stronie wynagrodzeń zakładamy, że Seco Warwick przy wyższej sprzedaży może w 2024 roku utrzymać r/r rentowność EBITDA (8.1%) i w efekcie zrealizować cel programu motywacyjnego na poziomie 31,4mn PLN wyniku netto na 2024 rok.

Rewidujemy w dół nasze założenia rentowności ze względu na spowolnienie sprzedaży linii do lutowania baterii CAB w Chinach. Z kolei zwiększamy prognozy sprzedaży w zakresie segmentów pieców topliwych i najbardziej dochodowego Aftersales.

W trakcie roku niezdykontowanym czynnikiem mogłoby być zakończenie testów pieca w projekcie instalacji DRI we współpracy z Green Iron. Potencjalnie w przypadku Seco Warwick, może to być szansa na sprzedaż nawet 300 urządzeń (kilkanaście tysięcy urządzeń w całej Europie) w perspektywie 5 lat po kilka mln EUR sztuka (kilka mld PLN sprzedaży w kilka lat). Do Q2'24 strony dają sobie czas na przeprowadzenie testów urządzenia, a w 2H'24 może zapaść decyzja o seryjnej produkcji.

## Czynniki ryzyka

1. **Duża wrażliwość wyników na cykle koniunkturalne.**  
Historycznie sprzedaż i wyniki SecoWarwick były w dużej mierze uzależnione od cykli koniunkturalnych (rynek dóbr inwestycyjnych). Wyraźniejsze spowolnienie może prowadzić do drastycznego spadku przychodów ze sprzedaży i w efekcie wyników finansowych (patrz 2009 rok).
2. **Umocnienie PLN do USD.** Umocnienie złotówki do walut obcych to jedno z największych wyzwań dla SecoWarwick z punktu widzenia konkurencyjności i rentowności realizowanych kontraktów. Na ryzyko walutowe najbardziej eksponowane są zakłady w Polsce (Europa ~30% sprzedaży; 30% sprzedaży w EUR, 20% w USD). Spółka w momencie zawarcia umowy zabezpiecza 60% wartości ekspozycji netto na kontrakcie. Spółki w USA kontraktują w USD, a Chiny głównie w CNY.
3. **Duża ekspozycja na Chiny.** Obecnie ponad 30% sprzedaży Grupy realizowane jest w Azji (przede wszystkim w Chinach). Natomiast w 2022 roku Chiny odpowiadały za 55% realizowanego EBIT w Grupie. Ewentualne drastyczne spowolnienie gospodarcze w Chinach, wojny handlowe USA-Chiny, wojna o Tajwan mogą negatywnie wpłynąć na koniunkturę w Chinach a pośrednio na wyniki tamtejszej spółki.
4. **Wzrost kosztów osobowych i dostęp do wysoko wykwalifikowanej kadry.** Koszty osobowe, to po kosztach materiałów i energii druga największa kategoria odpowiadająca za 22% kosztów ogółem w 2022 roku. Kadra SecoWarwick, to przede wszystkim wykwalifikowani inżynierowie (ponad 60%), którzy są często zachęcani przez konkurencyjne spółki. Grupa musi pilnować, aby wynagrodzenia były na konkurencyjnym poziomie, aby uniknąć migracji talentów z Grupy. SecoWarwick otwiera biura w lokalizacjach, gdzie dostęp do kadry jest lepszy – np. Biuro w Zielonej Górze, w Tarnowskich Górach, w pobliżu Poznania
5. **Ekspozycja na przemysł obronny.** Seco Warwick w efekcie znacznej sprzedaży do branży lotniczej (ok. 1/3 sprzedaży) eksponowane jest również branżą obronną (samoloty, helikoptery, drony wojskowe). Naszym zdaniem ekspozycja na branżę zbrojeniową nie przekracza 10% przychodów ogółem. Część z inwestorów może statutowo wykluczać inwestycje w firmy eksponowane na przemysł obronny, co może zawęzić grono potencjalnych inwestorów (z drugiej strony to jeden z czynników wzrostu przychodów).
6. **Ryzyko barier handlowych.** Zaawansowanie technologiczne produktów SecoWarwick może powodować, że w przyszłości część asortymentu może zostać objęta sankcjami, podobnie jak miało to miejsce w przypadku Rosji. Spółka posiada nierozliczony depozyt na poziomie 252 tys. EUR dotyczący kontraktu, którego realizacja nie może zostać ukończona ze względu na obowiązujące sankcje (dotychczas realizowana, istotna (ponad 80%) część kontraktu została zakończona, wszystkie dotychczasowe należności zostały uregulowane przez kontrahenta). Również obecnie bariery handlowe między Chinami a Indiami powodują, że SecoWarwick w Chinach nie może dostarczać produktów do Indii. Grupa w przyszłości planuje powrót do Indii poprzez budowę tam oddziału (już teraz działa tam oddział sales & service).

## Wycena

Wycenę Grupy Seco Warwick bazujemy w 50% na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz w 50% na wycenie porównawczej.

(PLN)	Waga	Cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	35.52
Wycena DCF (PLN)	50%	36.88
<b>12M cena docelowa (PLN)</b>		<b>36.20</b>

### Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej staramy się zestawić wyniki SecoWarwick z producentami dóbr inwestycyjnych dla przemysłu. W wycenie uwzględniamy 20% dyskonto z uwagi na fakt, że spółki porównywalne są wyraźnie większe pod względem skali biznesu oraz wiele z nich ma większą dywersyfikację sprzedaży.

	P/E			EV/EBITDA			Dyidend		
	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e	2024e	2025e	2026e
AMG CRITICAL MAT	12.0	6.0	6.4	5.6	3.8	3.8	3.6%	4.7%	6.2%
PVA TEPLA AG	16.8	14.6	12.6	9.7	8.5	7.5	-	-	-
ANDRITZ AG	11.0	10.6	10.2	6.1	5.9	5.8	4.3%	4.5%	4.0%
MITSUBISHI HEAVY	12.3	10.7	9.9	8.0	7.0	6.6	2.2%	2.7%	3.0%
AIDA ENGINEERING	11.0	-	-	3.6	3.9	-	3.5%	-	-
DANIELI & CO	8.9	6.9	-	0.4	0.3	-	1.7%	1.3%	-
GEA GROUP AG	14.5	13.5	12.8	7.8	7.4	7.0	2.9%	3.1%	3.5%
JUDGES SCIENTIFI	24.7	22.9	21.4	17.0	16.0	15.5	1.1%	1.2%	1.3%
EINHELL (HANS)-P	9.2	8.3	-	6.8	6.2	-	2.1%	2.2%	-
PALFINGER AG	11.0	8.9	9.6	6.7	6.1	6.2	3.2%	3.7%	3.6%
INTERROLL HLDG-R	28.1	24.3	21.7	16.7	14.6	12.9	1.3%	1.4%	1.6%
MIN	8.9	6.0	6.4	0.4	0.3	3.8	1.1%	1.2%	1.3%
MAX	28.1	24.3	21.7	17.0	16.0	15.5	4.3%	4.7%	6.2%
<b>Mediana</b>	<b>12.0</b>	<b>10.6</b>	<b>11.4</b>	<b>6.8</b>	<b>6.2</b>	<b>6.8</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.5%</b>
Seco Warwick	9.9	9.6	9.0	6.1	5.7	5.3	3.4%	5.0%	6.3%
premija (dyskonto)	-18%	-10%	-21%	-11%	-8%	-21%	30%	88%	80%
<b>Implikowana wycena</b>									
Mediana	12.0	10.6	11.4	6.8	6.2	6.8			
Dyskonto	20%	20%	20%	20%	20%	20%			
Waga wskaźnika		50%			50%				
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
Wartość firmy na akcję (PLN)	31.86								
<b>12m wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>35.52</b>								

### Wycena DCF

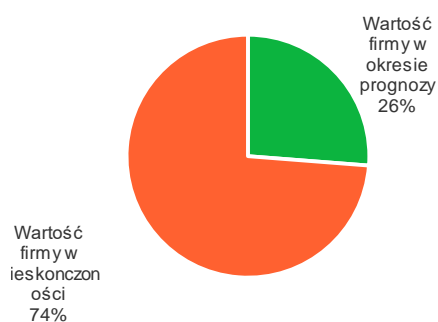
- 5-cio letni okres prognozy
- Stopa wolna od ryzyka 5.5% (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych)
- W wycenie bierzemy prognozowany dług netto z końca 2023 roku.
- Beta 1.2. duża zmienność wyników w przeszłości (rynek dóbr inwestycyjnych narażony na cykle koniunkturalne).

**Szacunki WACC**

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Stopa wolna od ryzyka	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Premia za ryzyko	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Beta	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Koszt kapitału	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Koszt długu	6.0%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
Efektywna stopa podatkowa	19.8%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Udział kapitału w wycenie	86%	86%	88%	88%	89%	90%
WACC	11.3%	11.0%	10.7%	10.7%	10.8%	10.8%

**Wycena DCF**

(mn PLN)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TV
Wzrost sprzedaży	9.3%	6.1%	4.3%	4.6%	3.8%	2.7%
EBIT	43	45	48	47	49	50
marża EBIT	5.9%	5.8%	5.9%	5.5%	5.5%	5.4%
Stopa podatkowa	19.8%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Opodatkowanie EBIT	9	10	11	10	11	11
<b>NOPAT</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>39</b>
Amortyzacja	17	18	19	19	19	
CAPEX	-40	-25	-19	-20	-20	
Kapitał obrotowy	-10	-6	-3	-5	-3	
Inne	0	0	0	0	0	
FCF	2	22	34	31	34	36
<b>Zdyskontowane przepływy</b>	<b>56</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>21</b>
Wzrost FCF po okresie prognozy	2.0%					
Wartość rezydualna (TV)	404					
Zdyskontowana wartość rezydualna	241					
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>327</b>					
Udziałowcy mniejszościowi	3					
Dług netto	36					
Inne	43					
<b>Wartość firmy</b>	<b>331</b>					
Liczba akcji (mn)	10					
Koszt kapitału	11.5%					
<b>12 miesięczna cena docelowa</b>	<b>36.88</b>					
Potencjał wzrostu / spadku	18%					



		Wzrost w nieskończoności				
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	5.0%
WACC	+1,0 p.p.	30.7	31.7	32.8	34.0	35.4
	+0,5 p.p.	32.4	33.5	34.7	36.1	37.7
	+0,0 p.p.	34.2	35.5	<b>36.9</b>	38.5	40.3
	-0,5 p.p.	36.2	37.6	39.3	41.1	43.2
	-1,0 p.p.	38.4	40.1	42.0	44.1	46.5

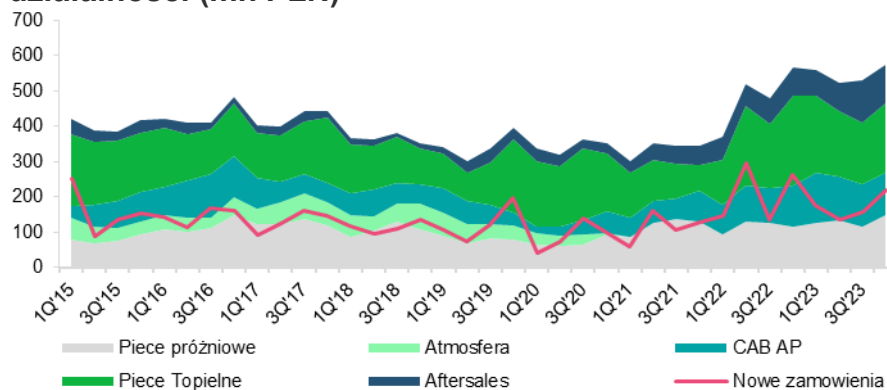
## Seco Warwick zmiana prognoz

Obniżamy nieznacznie nasze prognozy na 2023 i lata 2025-2027. Przyczyną jest słabszy napływ zamówień w segmencie CAB w Chinach, co częściowo rekompensuje wyższa sprzedaż pieców próżniowych i Aftersales.

Zwiększamy poziom wydatków inwestycyjnych w 2024 roku ze względu na konieczne inwestycje do realizacji przedstawionej w 2023 roku strategii.

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Przychody	-3.2%	-0.2%	-7.9%	-5.9%	-6.3%
EBITDA	-8.5%	-1.7%	-15.0%	-10.9%	-17.7%
Zysk netto	-12.7%	-3.6%	-26.9%	-22.3%	-29.9%
DPS	0.0%	-12.7%	-3.6%	-26.9%	-22.3%
Piece próżniowe	+17.2%	+40.4%	+0.7%	+8.0%	+5.0%
CAB AP	-19.7%	-33.4%	-18.5%	-18.6%	-12.9%
Piece Topielne	-4.1%	-15.9%	-9.1%	-14.1%	-10.6%
Aftersales	-3.4%	+21.9%	+1.5%	+12.2%	-0.7%
Portfel zamow ien	-2.9%	-13.2%	-12.9%	-12.1%	-10.8%
Now e zamow ienia	-5.3%	-9.0%	-7.8%	-5.5%	-5.4%

## Portfel zamówień SecoWarwick z uwagi na segment działalności (mn PLN)



Źródło: SecoWarwick, Erste Group Research

RZiS (mIn PLN)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Przychody</b>	<b>463</b>	<b>623</b>	<b>678</b>	<b>741</b>	<b>786</b>
Piece próżniowe	137	191	189	224	175
Atmosfera	2	0	0	0	0
CAB AP	98	154	140	142	219
Piece Topielne	127	152	196	169	218
Aftersales	98	124	155	205	173
Pozostałe	0	2	-1	1	1
<b>Koszty</b>	<b>359</b>	<b>485</b>	<b>523</b>	<b>575</b>	<b>613</b>
Zysk brutto ze sprzedaży	104	137	154	166	174
Piece próżniowe	32	44	42	48	38
Atmosfera	-3	0	0	0	0
CAB AP	18	38	35	31	48
Piece Topielne	30	16	23	19	31
Aftersales	27	40	57	68	57
Pozostałe	0	0	-3	0	0
<b>EBIT</b>	<b>24</b>	<b>42</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>45</b>
dz. fin.	-1	-3	-7	-4	-4
Zysk brutto	19	33	31	39	42
Podatek doch.	2	1	5	9	10
Mniejszości	0	1	1	1	1
Zysk netto	17	31	26	31	33
<b>Skor. EBITDA</b>	<b>37</b>	<b>57</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>63</b>
<b>Skor. ZN</b>	<b>17</b>	<b>31</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>33</b>

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

Rachunek CF (mIn PLN)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>CF oper.</b>	<b>10</b>	<b>27</b>	<b>24</b>	<b>39</b>	<b>45</b>
Kapitał obrot.	-3	12	-19	-10	-6
<b>CF inv.</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-25</b>	<b>-40</b>	<b>-25</b>
CAPEX	-9	-12	-25	-40	-25
<b>CF fin.</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>-22</b>	<b>-20</b>	<b>-24</b>
Dywidenda/buyback	-14	-3	-10	-10	-16
<b>CF</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-23</b>	<b>-21</b>	<b>-5</b>
CFO/EBITDA	26%	47%	43%	64%	70%
FCFF	18	38	49	79	70
<b>FCFF/EV</b>	<b>5%</b>	<b>11%</b>	<b>14%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>
DPS	0.48	0.25	1.00	1.05	1.57
Wsk. wypłaty	35.9%	15.1%	32.7%	40.0%	50.0%
<b>DYield</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.8%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>5.0%</b>

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

**Bilans**

(mIn PLN)	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>167</b>	<b>166</b>	<b>180</b>	<b>203</b>	<b>210</b>
Rzeczowe	75	82	95	119	126
Niematerialne	47	48	48	48	48
Goodwill	41	32	32	32	32
Rozliczenia międzyokresowe	1	2	2	2	2
<b>Aktywa obrot.</b>	<b>295</b>	<b>415</b>	<b>438</b>	<b>453</b>	<b>474</b>
Zapasy	62	89	97	106	113
Należności	106	106	116	127	134
Gotówka	41	74	51	30	25
<b>Kapitały wł.</b>	<b>167</b>	<b>222</b>	<b>243</b>	<b>264</b>	<b>281</b>
Mniejszości	1	2	3	4	5
<b>Zob. długo.</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>11</b>
Kredyty	23	26	21	16	11
<b>Zob. krótko.</b>	<b>100</b>	<b>150</b>	<b>158</b>	<b>166</b>	<b>172</b>
Kredyty	34	65	65	65	65
Zob. Handlowe	66	85	92	101	107
Rozliczenia międzyokresowe	80	127	139	152	161
<b>Dług netto</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>36</b>	<b>52</b>	<b>52</b>
DN/EBITDA	0.4	0.3	0.7	0.9	0.8
DN/EA skor.	0.4	0.3	0.7	0.9	0.8

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

**Wskaźniki**

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E	19.0	10.5	11.9	9.9	9.6
<b>P/E skor.</b>	<b>19.0</b>	<b>10.5</b>	<b>11.9</b>	<b>9.9</b>	<b>9.6</b>
EV/EBITDA	9.1	5.9	6.3	6.1	5.7
<b>EV/EA skor.</b>	<b>9.1</b>	<b>5.9</b>	<b>6.3</b>	<b>6.1</b>	<b>5.7</b>
P/S	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
P/BV	1.9	1.4	1.3	1.2	1.1
<b>Marża EBITDA</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.1%</b>
Zm. EBITDA r/r	15%	55%	-4%	9%	5%
Marża netto	3.7%	4.9%	3.9%	4.2%	4.1%
<b>Zm. EPS r/r</b>	<b>23%</b>	<b>81%</b>	<b>-12%</b>	<b>20%</b>	<b>4%</b>
Cena (PLN)	31.20	31.20	31.20	31.20	31.20
L. akcji (mln)	10.3	10.3	10.0	10.0	10.0
MCap	321	321	312	312	312
EV	338	339	348	364	364

Źródło: SecoWarwick, prognozy Erste Group Research

<b>Income Statement</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
(IAS, PLN mn, 31/12)	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
<b>Net sales</b>	<b>389.48</b>	<b>463.20</b>	<b>622.73</b>	<b>677.80</b>	<b>740.96</b>	<b>786.37</b>
Cost of goods sold	304.48	358.94	485.39	523.43	574.60	612.84
<b>Gross profit</b>	<b>85.00</b>	<b>104.26</b>	<b>137.34</b>	<b>154.38</b>	<b>166.36</b>	<b>173.53</b>
SG&A	73.35	76.41	94.77	115.30	122.92	128.07
Other operating revenues	9.90	2.12	4.84	0.00	0.00	0.00
Other operating expenses	-2.52	-5.96	-5.36	-0.80	0.00	0.00
<b>EBITDA</b>	<b>32.03</b>	<b>36.91</b>	<b>57.06</b>	<b>54.96</b>	<b>60.13</b>	<b>63.37</b>
Depreciation/amortization	13.00	12.89	15.01	16.68	16.69	17.91
<b>EBIT</b>	<b>19.04</b>	<b>24.01</b>	<b>42.05</b>	<b>38.27</b>	<b>43.44</b>	<b>45.46</b>
Financial result	-2.03	-0.62	-3.09	-7.33	-4.20	-3.72
Extraordinary result	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>EBT</b>	<b>17.15</b>	<b>19.45</b>	<b>33.34</b>	<b>30.95</b>	<b>39.24</b>	<b>41.74</b>
Income taxes	3.04	2.15	1.28	5.38	8.60	10.00
Result from discontinued operations						
Minorities and cost of hybrid capital	10.34	11.40	13.44	13.62	14.78	15.83
<b>Net result after minorities</b>	<b>13.77</b>	<b>16.91</b>	<b>30.62</b>	<b>26.19</b>	<b>31.43</b>	<b>32.58</b>
<b>Balance Sheet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Intangible assets	77.98	75.23	82.00	95.45	118.76	125.86
Tangible assets	45.44	47.30	48.47	48.47	48.47	48.47
Financial assets	0.99	2.06	2.19	2.19	2.19	2.19
<b>Total fixed assets</b>	<b>157.14</b>	<b>166.89</b>	<b>166.20</b>	<b>179.65</b>	<b>202.96</b>	<b>210.06</b>
Inventories	286.92	295.35	415.46	437.71	452.65	473.73
Receivables and other current assets	102.70	105.57	106.38	115.79	126.58	134.34
Other assets	80.11	98.01	157.94	186.95	204.15	216.81
Cash and cash equivalents	52.56	41.20	73.90	50.85	29.74	24.90
<b>Total current assets</b>	<b>367.03</b>	<b>393.35</b>	<b>573.41</b>	<b>624.66</b>	<b>656.81</b>	<b>690.53</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>444.06</b>	<b>462.24</b>	<b>581.66</b>	<b>617.37</b>	<b>655.62</b>	<b>683.78</b>
<b>Shareholders' equity</b>	<b>203.52</b>	<b>166.64</b>	<b>221.66</b>	<b>242.99</b>	<b>263.94</b>	<b>280.80</b>
<b>Minorities</b>	<b>0.85</b>	<b>1.20</b>	<b>2.41</b>	<b>3.03</b>	<b>3.81</b>	<b>4.65</b>
<b>Hybrid capital and other reserves</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>Pension and other LT personnel accruals</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>LT provisions</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
Interest-bearing LT debts	28.00	23.47	26.34	21.34	16.34	11.34
Other LT liabilities	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total long-term liabilities</b>	<b>28.00</b>	<b>23.47</b>	<b>26.34</b>	<b>21.34</b>	<b>16.34</b>	<b>11.34</b>
Interest-bearing ST debts	28.65	34.05	65.45	65.45	65.45	65.45
Other ST liabilities	174.20	157.46	224.12	243.88	266.40	282.86
<b>Total short-term liabilities</b>	<b>79.30</b>	<b>100.07</b>	<b>150.14</b>	<b>157.63</b>	<b>166.23</b>	<b>172.40</b>
<b>TOTAL LIAB. , EQUITY</b>	<b>444.06</b>	<b>462.24</b>	<b>581.66</b>	<b>617.37</b>	<b>655.62</b>	<b>683.78</b>
<b>Cash Flow Statement</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
(IAS, PLN mn, 31/12)						
Cash flow from operating activities	36.38	9.56	26.55	23.81	38.57	44.59
Cash flow from investing activities	-7.03	-8.55	-11.67	-25.00	-40.00	-25.00
Cash flow from financing activities	0.00	0.00	0.00	-23.05	-21.11	-4.84
<b>CHANGE IN CASH , CASH EQU.</b>	<b>52.56</b>	<b>54.22</b>	<b>73.90</b>	<b>50.85</b>	<b>29.74</b>	<b>24.90</b>
<b>Margins &amp; Ratios</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Sales growth	-13.7%	18.9%	34.4%	8.8%	9.3%	6.1%
EBITDA margin	8.2%	8.0%	9.2%	8.1%	8.1%	8.1%
EBIT margin	4.9%	5.2%	6.8%	5.6%	5.9%	5.8%
Net profit margin	3.5%	3.7%	4.9%	3.9%	4.2%	4.1%
ROE	7.9%	9.1%	15.8%	11.3%	12.4%	12.0%
ROCE	7.8%	7.6%	11.3%	5.6%	7.7%	8.0%
Equity ratio	45.6%	35.8%	37.7%	38.9%	39.7%	40.4%
Net debt	4.1	16.3	17.9	35.9	52.1	51.9
Working capital	207.6	195.3	265.3	280.1	286.4	301.3
Capital employed	206.8	181.8	237.1	275.9	312.2	328.0
Inventory turnover	-1.1	-1.2	-1.4	-1.2	-1.3	-1.3

Source: Company data, Erste Group estimates



## Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). SecoWarwick została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). **Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym SecoWarwick Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W powyższym zakresie Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu.** Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczenia niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do pożytków, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiegokolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiegokolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyrażnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakikolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

**Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji.** Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

## Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECHNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCarii, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCarii, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

### Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładność takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do Erste Group, w tym strategii i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

### Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązanymi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w

odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://www.erstegroup.com/de/disclosure>

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

[https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang\\_mit\\_Interessenskonflikten/index.phtml](https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Umgang_mit_Interessenskonflikten/index.phtml)

Dystrybucja wszystkich rekomendacji oraz dystrybucja rekomendacji, w odniesieniu do których świadczone były usługi inwestycyjne, jest dostępna pod następującym linkiem:

[https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations\\_Distribution/index.phtml](https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Recommendations_Distribution/index.phtml)

Wszystkie ujawnienia dotyczące konfliktów interesów, mające zastosowanie do niniejszej publikacji, zachowują swoją ważność w takim samym zakresie dla Erste Group Bank AG i Erste Securities Polska S.A.

### **Definicje ocen Erste Group**

<b>Kup</b>	> +20% od ceny docelowej
<b>Akumuluj</b>	+10% < cena docelowa < +20%
<b>Trzymaj</b>	0% < cena docelowa < +10%
<b>Redukuj</b>	-10% < cena docelowa < 0%
<b>Sprzedaj</b>	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fuzje i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://www.erstegroup.com/en/research/research-legal>

### **Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka**

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziomu popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/de/PDF/Bewertungsmethoden/index.phtml>

### **Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji**

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

### **Odnośniki**

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiały na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

**Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:**

**Austria:** Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnenmannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

**Niemcy:** Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

**Zjednoczone Królestwo (UK):** Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

**Republika Czeska:** Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

**Chorwacja:** Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

**Węgry:** Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

**Serbia:** Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

**Rumunia:** Banca Comercială Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

**Polska:** Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

**Słowacja:** Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

**Szwajcaria:** Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

**Hong Kong:** Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

**Wielka Brytania:** Niniejszy dokument jest skierowany wyłącznie do inwestorów profesjonalnych (zgodnie z definicją tego terminu zawartą w art. 19(5) Ustawy o usługach i rynkach finansowych z 2000 r. (promocja finansowa) Rozporządzenie z 2005 r. ("FPO")) lub do osób, dla których jego dystrybucja byłaby w inny sposób zgodna z prawem. W związku z tym osoby, które nie mają profesjonalnego doświadczenia w kwestiach związanych z inwestycjami, nie powinny polegać na niniejszym dokumencie.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2023. Wszelkie prawa zastrzeżone.  
**Opublikowano przez:**

**Erste Securities Polska S.A.**  
Departament Analiz  
00-103 Warszawa, ul. Królewska 16  
Siedziba: Warszawa  
Krajowy Rejestr Sądowy (KRS): Numer 0000065121  
Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy  
Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: [www.esp.pl](http://www.esp.pl)

oraz:

**Erste Group Bank AG**  
Group Research  
1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1  
Siedziba: Wiedeń  
Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m  
Sąd Gospodarczy w Wiedniu  
Strona internetowa Erste Group Bank AG: [www.erstegroup.com](http://www.erstegroup.com)